

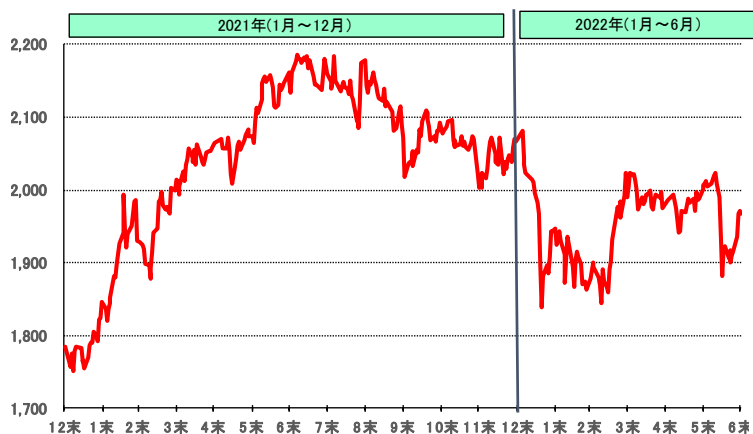
研究員の眼

今年上期の J リート市場は▲4.8% 下落。14 年ぶりの行政処分勧告も ～スポンサー取引における忠実義務違反は、市場に迷い 込んだネズミか、それともゾウか？

金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

2022 年上期の J リート(不動産投資信託)市場は波乱含みの展開となった。年明け以降、コロナ第 6 波にはじまり、米国の利上げ加速、ロシアによるウクライナ侵攻、世界経済の悪化と高インフレなど次々に嵐が吹き荒れるなか、東証 REIT 指数は一時 1,800 ポイント台まで急落した(図表 1)。しかし、J リート市場の厚いイールドスプレッド¹に着目した海外資金の流入が下値を支えたほか、NAV 倍率で 1 倍を下回る水準では国内勢の押し目買いも入り、年初からの騰落率は▲4.8%となった²。厳しさの増す外部環境を踏まえると、J リート市場の調整は小幅にとどまり健闘の半年だったと言える。

図表 1：東証 REIT 指数（配当除き）の推移



(出所) 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

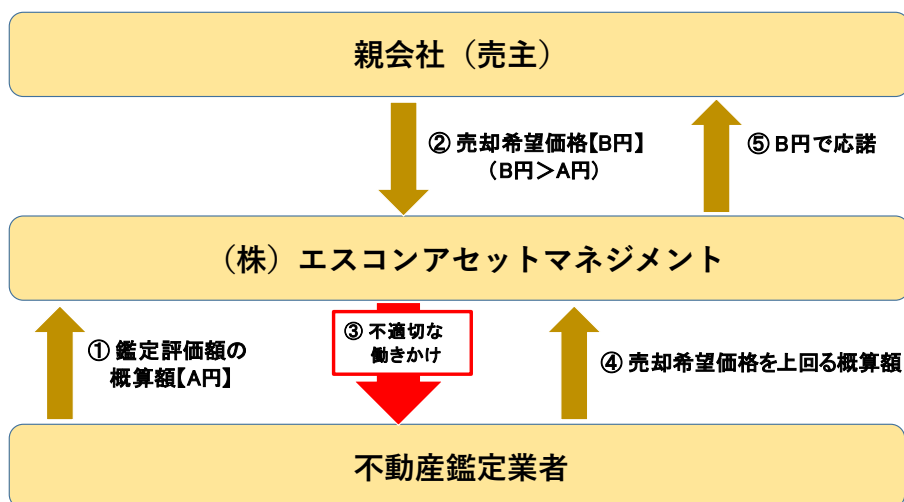
こうしたなか、証券取引等監視委員会は 6 月 17 日付でエスコンジャパンリート投資法人の資産運用会社である(株)エスコンアセットマネジメントに対して、同社の利益相反管理態勢が著しく不十分で投資法人に対する忠実義務に違反したとして、金融庁などに行政処分を行うよう勧告した。

¹ 6 月末時点の分配金利回りは 3.7%、10 年国債利回りに対するイールドスプレッドは 3.5%である。

² 配当込みの東証 REIT 指数は▲3.0%となった。

勧告の理由は、スポンサーからの物件取得に際して、鑑定評価額がスポンサーの売却希望価格を上回るよう、鑑定評価会社に働きかけを行ったこと等³である（図表 2）。同様の事例は、ファンドバブルと呼ばれた 2008 年にも起きており、J リートに関連する行政処分勧告は 14 年ぶりのことである。もし事実であれば、運用を外部に委託する J リート制度（外部運用制度）の根幹を揺るがす不適切な取引であり、前回時の深い反省と再発防止に向けた内部管理態勢強化のもと、信認回復と規律向上に取り組んできた市場関係者並びに投資家を冒涇する背信行為だと言えよう。

図表 2：今回の行政処分勧告に関する事案



（注）資産運用会社の親会社がJリーートのスポンサーに該当
（出所）証券取引等監視委員会の資料をもとに作成

資産運用における忠実義務違反は言語道断だが、一方で、売り主の希望価格（図表 2 では B 円）に対して買い主がそれ以上の価値があると判断すれば、本来、鑑定評価に縛られることなく独自の判断にもとづいて B 円で取得することは理にかなっている。

米国では、「部屋の中のゾウ(Elephant in the room)」という慣用句がある。「事の重大性に気付いているにも関わらず、あえて触れようとしない問題」の例えだそうだ。今回の事案が市場に迷い込んだ 1 匹のネズミの仕業ならば、部屋から追い払えば問題ない。しかし、部屋の中のゾウであるならば、J リート市場が抱える潜在的な利益相反問題について、あらためてしっかりと向き合わなければならない。

J リート市場の創設から 20 年以上が経過し、運用資産額が 24 兆円を超えて成熟期を迎えつつあるなか、現在の外部運用制度や鑑定評価の位置づけなどについて、いま一度オープンに議論をしても良い時期かもしれない。

³ あわせて、最も高い概算額を提示した鑑定評価会社への鑑定報酬が、他の鑑定評価会社と比べて最安値になるよう交渉し、鑑定報酬が最安値であることを理由に鑑定評価の依頼先として選定した。